开源证券

嘉必优（688089.SH）

2023 年 11 月 16 日

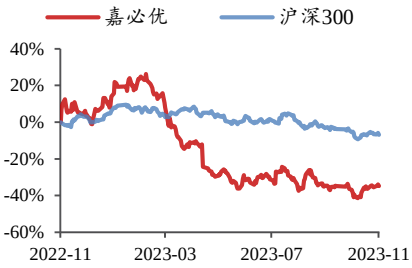
底部改善，变化积极，拐点可期

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/11/16
当前股价(元)	19.60
一年最高最低(元)	54.57/17.45
总市值(亿元)	32.99
流通市值(亿元)	32.99
总股本(亿股)	1.68
流通股本(亿股)	1.68
近 3 个月换手率(%)	95.24

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《毛利率环比提升，基本面筑底改善—公司信息更新报告》-2023.8.28

《于波折中前进，待新产能释放—公司信息更新报告》-2023.4.19

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

方勇（分析师）
fangyong@kysec.cn
证书编号：S0790520100003

● 收入快速增长，订单有望改善，维持“买入”评级

2023Q1-Q3 公司营收 3.24 亿元，同比+18.88%；扣非前后归母净利润 0.60、0.41 亿元，同比-22.41%、-25.26%。2023Q3 营收 1.26 亿元，同比+23.48%；扣非前后归母净利润 0.26、0.18 亿元，同比-8.17%、-4.06%。因新产能切换尚需时间，我们下调 2023-2025 年归母净利润预测至 0.90\1.52\2.08 亿元(前值 1.00\1.79\2.48 亿元)，对应 EPS 预测 0.53\0.91\1.24 元，当前股价对应 36.7\21.7\15.8 倍 PE，新国标订单和国际订单有望改善，维持“买入”评级。

● 收入环比改善、同比加速。

分业务板块看，预计 2023Q3 人类营养营收同比加速，预计双位数以上增长，单季度收入规模环比明显提升，主因奶粉新国标落地和国际市场新增订单带动 ARA 与 DHA 快速增长，其中预计伊利、飞鹤等大客户增长较好，2023Q3 国际大客户逐渐增量；动物营养营收规模尚小、高速增长，脂肪酸平衡产品在当前较难的市场环境取得快速增长；化妆品市场取得明显进展，其中欧莱雅羽西品牌鎏菁系列换新上市，市场正处于应用初期，后续有望逐渐贡献增量。

● 净利率降幅收窄，非经营因素影响居多

2023Q3 归母净利率同比-6.99pct，降幅逐渐收窄。其中毛利率同比-2.53pct，未来有望随国际收入占比提升持续改善。销售、管理、研发、财务费用率分别同比-1.23、-2.23、-3.20、+7.38pct，费用控制较好、规模效应显现；财务费用增长主因汇兑损益和利息收入下降。投资净收益、资产减值和信用减值拖累净利率 3.84、1.01、2.52pct，预计主因 β 胡萝卜素价格波动导致存货减值及谨慎计提坏账所致。

● 悲观预期释放，底部企稳、变化积极

虽然全年公司面临降价以及下游需求偏弱等压力，但公司优先稳收入、提份额，收入取得双位数增长。展望后续国际市场有望逐渐打开，后续订单有望改善。悲观预期充分释放，公司高管增持彰显长期发展信心。

● 风险提示：出生率持续下滑风险，技术不确定性风险，市场竞争降价风险

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	351	433	513	658	826
YOY(%)	8.5	23.4	18.4	28.1	25.7
归母净利润(百万元)	129	64	90	152	208
YOY(%)	-1.5	-49.9	39.5	69.6	36.6
毛利率(%)	50.1	42.1	40.1	41.6	43.9
净利率(%)	36.6	14.9	17.5	23.2	25.2
ROE(%)	9.5	4.3	6.1	9.7	12.0
EPS(摊薄/元)	0.76	0.38	0.53	0.91	1.24
P/E(倍)	25.7	51.2	36.7	21.7	15.8
P/B(倍)	2.4	2.3	2.2	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	995	907	866	1025	1263
现金	664	494	631	750	943
应收票据及应收账款	178	216	0	0	0
其他应收款	38	36	52	61	80
预付账款	5	14	8	20	15
存货	75	81	110	129	160
其他流动资产	35	65	65	65	65
非流动资产	454	703	692	718	769
长期投资	20	29	36	42	48
固定资产	135	433	419	437	473
无形资产	13	36	36	36	38
其他非流动资产	285	205	201	204	211
资产总计	1448	1611	1558	1744	2032
流动负债	60	180	73	167	304
短期借款	0	30	30	123	258
应付票据及应付账款	31	107	0	0	0
其他流动负债	29	43	43	44	46
非流动负债	7	5	5	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	5	5	5	5
负债合计	67	186	79	173	310
少数股东权益	1	6	7	7	6
股本	120	120	168	168	168
资本公积	845	858	810	810	810
留存收益	417	442	494	586	706
归属母公司股东权益	1381	1419	1473	1564	1716
负债和股东权益	1448	1611	1558	1744	2032

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	103	176	241	198	261
净利润	131	62	90	153	207
折旧摊销	23	27	75	83	83
财务费用	-4	-15	10	10	19
投资损失	-10	-2	-7	-9	-7
营运资金变动	-44	29	70	-33	-35
其他经营现金流	6	76	3	-6	-7
投资活动现金流	-250	-339	-56	-101	-129
资本支出	173	249	56	103	128
长期投资	-89	-75	-7	-6	-6
其他投资现金流	12	-14	7	9	6
筹资活动现金流	-39	-11	-47	-72	-75
短期借款	0	30	0	93	135
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	48	0	0
资本公积增加	-26	13	-48	0	0
其他筹资现金流	-13	-54	-47	-164	-210
现金净增加额	-188	-166	137	26	57

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	351	433	513	658	826
营业成本	175	251	307	384	463
营业税金及附加	5	5	7	9	11
营业费用	18	25	26	31	38
管理费用	24	40	39	37	36
研发费用	31	32	37	43	50
财务费用	-4	-15	10	10	19
资产减值损失	5	-35	10	0	0
其他收益	6	9	6	6	7
公允价值变动收益	1	-5	-0	-0	-1
投资净收益	10	2	7	9	7
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	117	51	87	164	230
营业外收入	39	31	26	24	24
营业外支出	4	4	5	5	5
利润总额	152	78	107	183	249
所得税	21	17	17	30	42
净利润	131	62	90	153	207
少数股东损益	3	-3	0	0	-1
归属母公司净利润	129	64	90	152	208
EBITDA	156	92	167	250	319
EPS(元)	0.76	0.38	0.53	0.91	1.24

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	8.5	23.4	18.4	28.1	25.7
营业利润(%)	-5.7	-56.4	69.7	89.1	40.2
归属于母公司净利润(%)	-1.5	-49.9	39.5	69.6	36.6
获利能力					
毛利率(%)	50.1	42.1	40.1	41.6	43.9
净利率(%)	36.6	14.9	17.5	23.2	25.2
ROE(%)	9.5	4.3	6.1	9.7	12.0
ROIC(%)	8.2	3.5	5.2	8.2	9.9
偿债能力					
资产负债率(%)	4.6	11.5	5.1	9.9	15.2
净负债比率(%)	-47.7	-32.2	-40.4	-39.7	-39.5
流动比率	16.6	5.0	11.8	6.1	4.2
速动比率	14.9	4.3	9.8	5.0	3.5
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	2.5	2.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.3	3.6	5.7	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.38	0.53	0.91	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	1.05	1.43	1.18	1.55
每股净资产(最新摊薄)	8.21	8.43	8.75	9.29	10.20
估值比率					
P/E	25.7	51.2	36.7	21.7	15.8
P/B	2.4	2.3	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	16.9	30.6	16.0	10.6	8.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn